

邁向15年



2023

年度投資展望

目錄

投資者寄語	03
-------	----

中國股票市場	• 2022年中國股票市場回顧	04
	• 中國重新開放與經濟修復	
	• 2023年主要配置策略和投資主題	

全球債券市場	• 2022年全球債券市場回顧	11
	• 美國經濟“溫和著陸”與央行貨幣決策	
	• 全球經濟衰退下債券市場的機遇與挑戰	
	• 人民幣資產的逆勢崛起	

關於我們	• 公司簡介	16
	• 獎項榮譽	
	• 聯絡我們	

START
30



甘添
行政總裁
華夏基金(香港)

邁向 **15** 年

2022年對全球股票市場和債券市場的投資者來說都是極為艱難的一年。經濟活動和金融市場的波動更加劇烈，地緣衝突、通脹壓力、貨幣政策緊縮和新冠疫情的擾動貫穿全年，全球經濟衰退的魅影已然浮現，但整體而言我們認為最困難的階段大概率已經過去。

中國股票市場在2022的表現不及多數投資者年初時的預期。新冠疫情和防控措施對年內的經濟增長造成巨大衝擊，一系列穩增長措施的效果在疫情擾動下大打折扣，中國經濟增長和企業盈利的預期持續下調；投資者對俄烏衝突、台海局勢和中美關係等地緣風險的擔憂在年內多數時間持續，歐美發達經濟體在通脹壓力下迅猛加息對人民幣匯率和中國股票市場的走勢造成進一步壓力。

但是華夏基金香港股票投資團隊憑藉極高的專業水準和辛勤付出在大幅波動的市場環境中延續了穩健的投資表現，主要產品的投資業績領先業內，並成功獲得幾個長綫資金的管理委托。

2022年的全球債券市場在全球緊縮背景下錄得21世紀以來最差表現。地緣衝突、勞動力市場供給側結構性問題令全球通脹嚴重程度和持續時間遠超市場預期，美聯儲年內累計加息高達425bp，令美債利率收益率曲線整體大幅上行。信用債方面，全球整體信用利差從年初的歷史估值高點調整至相對合理水平。就中資美元債而言，投資級板塊在技術面支撐下相對表現較好，而高收益板塊整體隨著地產行業的持續低迷再度大幅下跌。

華夏基金香港債券投資團隊力圖在2022年波動的市場中通過把握宏觀市場主要矛盾，降低並分散信用風險，力圖為投資者提供相對穩健的超額收益。

展望2023年，海外發達經濟體的加息進程接近尾聲，全球經濟面臨較大的衰退風險，中國在新冠疫情防控政策調整後將正式步入經濟重新開放的進程。中國股票市場的主要內外部影響因素明顯好轉，2023年中國的經濟增速有望領先全球其他主要經濟體，海外加息和地緣風險對中國股票市場的影響較2022年有望減弱，盈利、估值和風險偏好都支持2023年中國股票市場的表現回暖。

債券市場方面，我們認為2023年美國經濟有較大概率陷入相對溫和的衰退中，美聯儲也有望在2023年底前重啟降息，伴隨加息見頂，美債利率有望出現回落，曲線形態也有望得到修正。與此同時，需要警惕明年經濟下行或流動性收緊伴隨的信用利差階段性走寬風險，因此我們認為明年全球債券市場整體在波動中蘊藏著較好的短綫交易和長期配置機會，偏好較為安全市場的高等級中長久期債券。

除此之外，2022年我們在ESG方面取得重大突破。我們完成了股票投資和債券投資ESG體系的搭建，投研團隊更多地將ESG理念融入日常工作中，公司全體員工對ESG的重視程度大幅提升。我們的第一隻ESG產品，恒指ESG ETF於2022年11月10日在港交所成功上市，一躍成為目前香港市場上規模最大的ESG指數基金產品。我們十分看好ESG投資的前景，並致力於成為資產管理行業可持續投資的踐行者和推動者，我們期待在2023年推出更多ESG股票和債券產品。

衷心感謝您對華夏香港一直以來的信賴和支持！

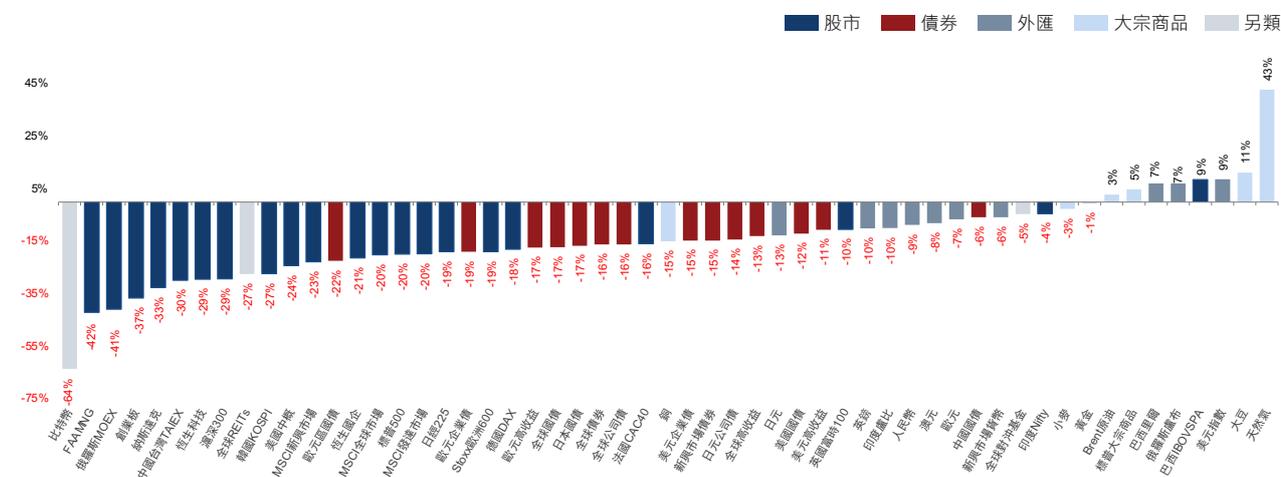
中國股票市場

2022年中國股票市場回顧

受多重內外部因素影響，中國股票市場在2022年的走勢跌宕起伏，整體表現不及年初多數投資者的預期，連續兩年在全球主要股票市場中表現落後。在過去2個月的反彈行情出現前，中國股票市場經歷了持續約20個月的下跌行情，下跌的時間和幅度均為歷史罕見。站在當前時點，伴隨中國經濟重

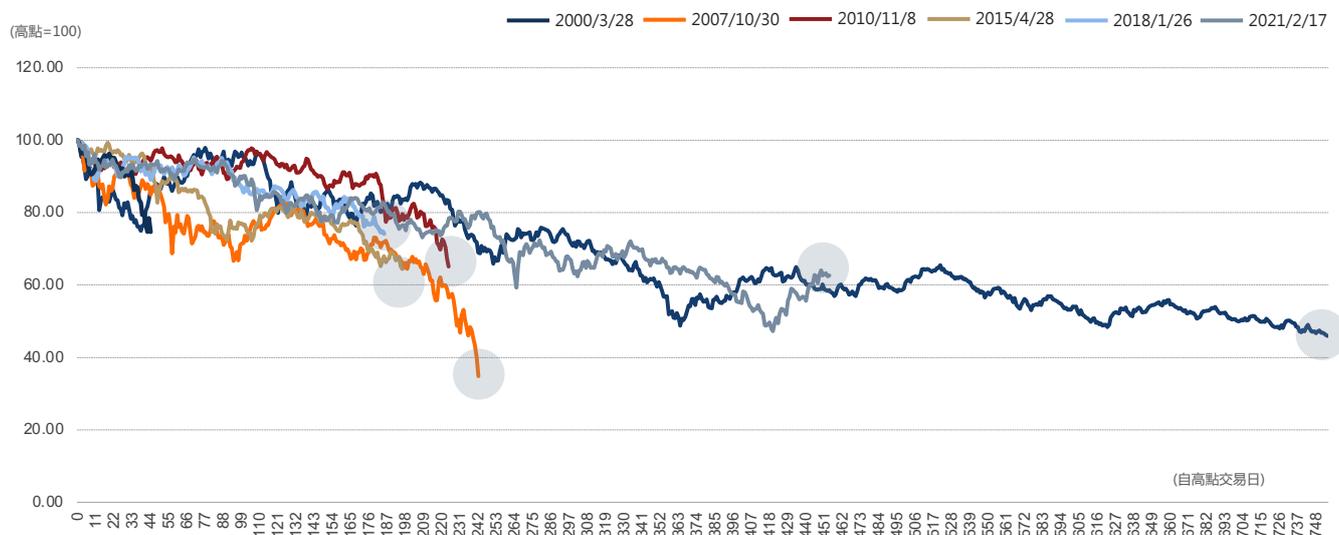
新開放進程的開啓和穩增長政策的持續推出，2023年中國經濟的增長、企業盈利的改善、市場不確定性的下降、投資者風險偏好的提升以及外部不利因素的減弱，有望改善中國股票市場2023年的表現。

圖1: 2022年大類資產表現



資料來源：彭博，截至2022年12月20日。

圖2：恒指歷次大幅回撤與觸底時間



資料來源：彭博, FactSet, 中金公司，截至2022年12月20日。

內部因素

在中國內地新冠疫情散發、嚴格的新冠疫情防控措施下，經濟復蘇進程不及預期，疊加投資者對互聯網平臺經濟、房地產等行業監管政策的擔憂，從盈利和估值兩個方面對中國股票市場的表現均形成制約。儘管中國從2021年四季度起進入新一輪寬鬆周期，但疫情影響下實體經濟融資需求疲弱，寬鬆的貨幣政策和充裕的流動性未能帶動社會融資需求的持續回暖。

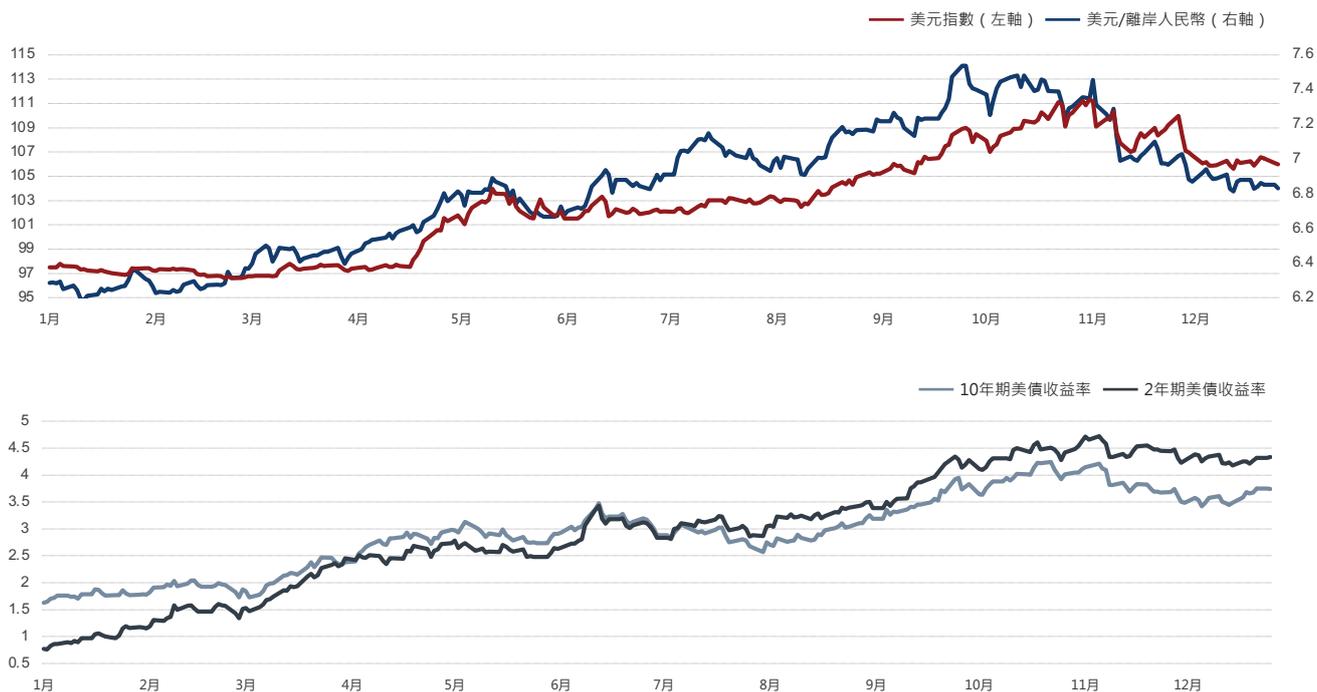
新冠病毒變種的高傳播性令“動態清零”的難度和經濟成本顯著上升。2022年宏觀經濟和企業盈利增長的情況均低於年初市場的預期，多數行業和個股於年內面臨持續的盈利預測下調壓力，而疫情和防控政策影響的不確定性也抑制了投資者的風險偏好。但11月以來，隨著疫情防控優化“二十條”和“新十條”措施的發布，中國新冠疫情防控工作重心從防控感染轉變為醫療救治，疫情及防控措施對經濟活動的影響在未來數月的過渡期後有望顯著減弱，中國政府對平臺經濟和房地產的支持態度也令投資者重拾對相關行業的信心，投資者對中國經濟和企業盈利增長的預期也更加樂觀。

外部因素

2022年初以來歐美發達經濟體在持續高通脹的壓力下快速、大幅加息，通脹的粘性和加息的節奏均明顯超出年初的市場預期，美元指數走强、歐美債券收益率走高對全球風險資產的表現造成衝擊。俄烏衝突的爆發推高能源、糧食等大宗商品的價格，進一步加劇了通脹壓力，而歐美國家對俄羅斯的嚴格制裁也一度引發海外投資者對中國所面臨的潜在外溢風險的擔憂，過去數年外資持續流入中國市場的趨勢有所放緩，甚至短暫出現海外主動基金降低中國資產敞口的情形。海外發達經濟體加息和地緣政治風險令原本受疫情影響基本面短期承壓的中國股票雪上加霜。

不過自四季度以來，歐美經濟體增長放緩的跡象愈發明顯，投資者對通脹壓力和加息的預期已經變得較為充分，美元指數和美債利率從年內高點回落，歐美經濟體的加息進程對人民幣和中國股票市場的衝擊有所減弱。同時，中國經濟重新開放、平臺經濟和房地產等行業政策顯著回暖、中概股退市風險顯著下降以及中國領導人與多個海外國家領導人的建設性對話，明顯改善了投資者對人民幣資產的風險偏好，此前投資者對中國股票市場的極端悲觀預期和低配比例存在較大的修復空間。

圖 3: 2022年美元指數、離岸人民幣及美債利率走勢



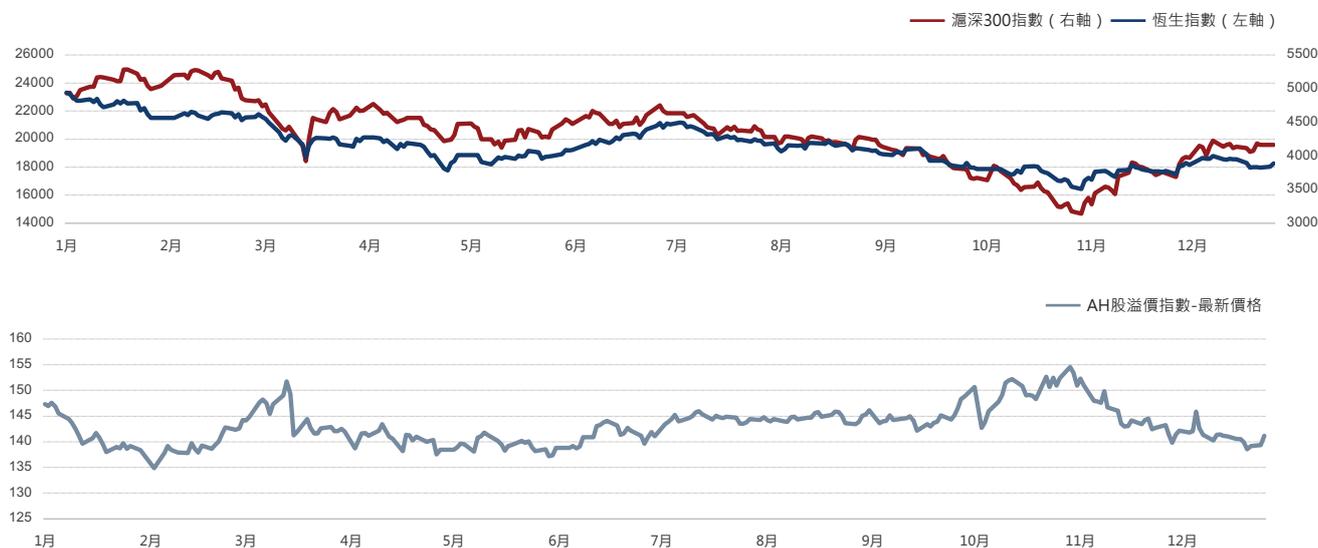
資料來源：彭博，截至2022年12月27日

相對於中國A股市場，海外中資股市場2022年的波動幅度更高，AH溢價指數年內多次隨著市場下行達到較為極端的水平。這主要是因為海外中資股受外部因素影響更大，消費和TMT行業的權重更高。因此當2022年上半年俄烏危機爆發、中概股退市風險發酵、上海等地疫情升溫，以及台海局勢升級，海外市場貨幣政策緊縮進程超預期發生時，海外中資股的階段性表現均差於同期的A股市場；而當2022年二季度後半段內地疫情回落，經濟復蘇預期增強，以及11月後

多重內外部因素顯著改善時，海外中資股的反彈也顯著大於A股市場。

根據歷史情況，當美元指數下行，中國經濟增長改善時，海外中資股市場通常表現不俗。海外影響因素和中國經濟增長預期的改善，流動性、盈利預期和風險偏好等因素為海外中資股所帶來的正面作用比A股市場更大。儘管11月以來的市場反彈中A/H溢價指數已經從歷史高位回落，後續的基本面因素大概率將支持海外中資股市場估值水平的進一步修復。

圖 4: 2022年滬深300指數、恆生指數、AH股溢價指數表現



資料來源：彭博，截至2022年12月27日

圖 5: 近10年AH股溢價指數走勢



資料來源：彭博，截至2022年12月27日



▶ 中國重新開放 與經濟修復

中國重新開放是中國經濟增長預期和資產價格走勢的重要轉折點。儘管年內投資者對中國經濟開放時點的預期多次延後，但自11月以來中國經濟開放的時間和節奏都顯著超出市場預期，中國經濟和股票市場大概率已經度過最困難的階段。

中國的新冠疫情和防控政策是年內影響中國經濟運行的關鍵變量。2022年新冠疫情對中國經濟增長造成的壓力顯著超出年初市場的預期，多重內外部壓力下中國全年的經濟增長目標難以達成，多數上市公司的盈利預測持續下調，也制約了中國股票市場的表現。新冠病毒變種的高傳播性對中國“

動態清零”疫情防控政策的效果和經濟成本形成挑戰，上半年上海疫情的短暫爆發一度使得投資者對中國經濟增長的預期明顯減弱，部分投資者認為中國經濟開放的時點和復蘇的節奏存在較大不確定性，致使已然處於歷史估值低位的中國股票市場面臨較大壓力。

但是11月以來，隨著中國經濟開放的方向明確，投資者對中長期中國經濟增長的信心顯著增強，尤其是海外投資者對中國資產的風險偏好明顯提升，中國股票市場中長期的底部大概率已經出現。

自2022年11月以來中國防控措施調整

11月10日	中共中央政治局常委會議召開，在堅持“動態清零”總方針、“高效統籌疫情防控和經濟社會發展”的基調不變下，會議關於疫情的表述更多轉向強調“糾正層層加碼，最大限度減少疫情對經濟發展的影響”，標誌著中國的疫情防控政策首次出現明顯邊際變化。
11月11日	國務院聯防聯控機制綜合組發布疫情防控“二十條”優化措施，從密接、風險區、入境相關等多方面做出優化調整，減輕疫情對經濟的影響，顯著改善了市場對經濟活動的預期。
12月6日	中共中央政治局召開會議，提出推動2023年經濟運行“整體好轉”，實現“質的有效提升”和“量的合理增長”，突出強調“實施擴大內需戰略”，“充分發揮消費的基礎作用”。
12月7日	國務院聯防聯控機制綜合組發布疫情防控“新十條”優化措施，進一步優化了影響居民出行和服務消費的防控措施，縮小高風險區域劃定範圍，允許無症狀感染者、輕症患者和密接居家隔離等，表明防疫政策已經明確將實現經濟影響最小化擺在更加突出的位置。中國重新開放的方向逐步成爲市場共識，投資者的預期和信心得到進一步提振。
12月26日	國務院聯防聯控機制綜合組印發《對新冠病毒感染實施“乙類乙管”總體方案的通知》，從2023年1月8日起對新冠病毒感染從“乙類甲管”調整到“乙類乙管”，不再對新冠病毒感染者實行隔離措施，不再判定密接接觸者，不再劃分高低風險區，同時不再對入境人員和貨物等採取檢疫傳染病管理措施。至此，中國內地和出入境的新冠防控措施都已經出現實質性轉變，中國重新開放的進程進一步加速。

隨著疫情防控措施的調整，中國的疫情防控進入新階段，工作重心從防控感染轉變爲醫療救治。疫情防控措施的優化在短期難免形成一輪全國範圍內的感染高峰，中國重新開放的進程也需要經歷數月的過渡期。

參考海外國家的情況，通常會在疫情防控措施放鬆後2-3個月內迎來首輪感染高峰，考慮當前新冠病毒毒株的強傳播性、中國更大的放鬆力度和即將到來的春節返鄉潮，預計中國多數地區的首輪感染高峰將會更快到來，由此帶來的衝擊有望在春節後逐步減弱。

疫情高峰期的最直接風險是大規模感染對醫療系統的衝擊，從北京、河北等感染進度靠前地區的情況來看，感染迅速攀升對醫療系統造成的壓力整體是可控的。數據顯示，截至目前多個中國大城市已經達到感染高峰，且部分城市的微觀經濟活動指標已經開始從低位回升。隨著越來越多的地區度過首輪感染快速上升的階段，中國的經濟和社會秩序將加速恢復，經濟增長速度將更快回復至潛在增速水平。

短期內感染攀升的衝擊已經在11月的經濟數據中顯現，11月生產、投資、消費等數據均明顯回落。隨著越來越多的地區在春節前後達到感染高峰，雖然未來1-2個月內中國的經

濟活動仍然面臨衝擊，但衝擊力度將在春節後明顯減弱。中國重新開放進度的提前將有利于2023年經濟增速的恢復。

我們預計2022年四季度中國經濟增速約爲2-2.5%，2022年全年中國經濟增速有望達到3%左右。綜合考慮中國重新開放節奏的加快、中國潛在的經濟增長能力和就業壓力，我們預計2023年中國經濟有望在“高質量發展”和“統籌當前和長遠”的前提下實現不低於5%的增長。

關於中國經濟復蘇的節奏，我們預期2023年春節後到二季度將是中國經濟復蘇斜率最大的時間段。一方面，中國大部分地區的疫情發展將在春節後趨穩，屆時疫情對經濟活動的影響將明顯減弱，經濟復蘇的動能將顯著增強。另一方面，全國兩會後隨著新一屆領導班子成員到位，更多的穩增長政策和措施將加速落地，二季度將是罕有的經濟快速修復的時間窗口，我們期待在消費和投資等領域看到更多的刺激措施出臺。

雖然參考海外國家疫情發展的節奏，不排除中國在經歷首輪疫情後或會在2023年出現新一輪的疫情反彈，但後續的疫情反彈對醫療資源、經濟活動等方面造成的衝擊預計將明顯小於首輪感染高峰，故而對股票市場的影響也將大幅減弱。

2023年主要配置策略和投資主題

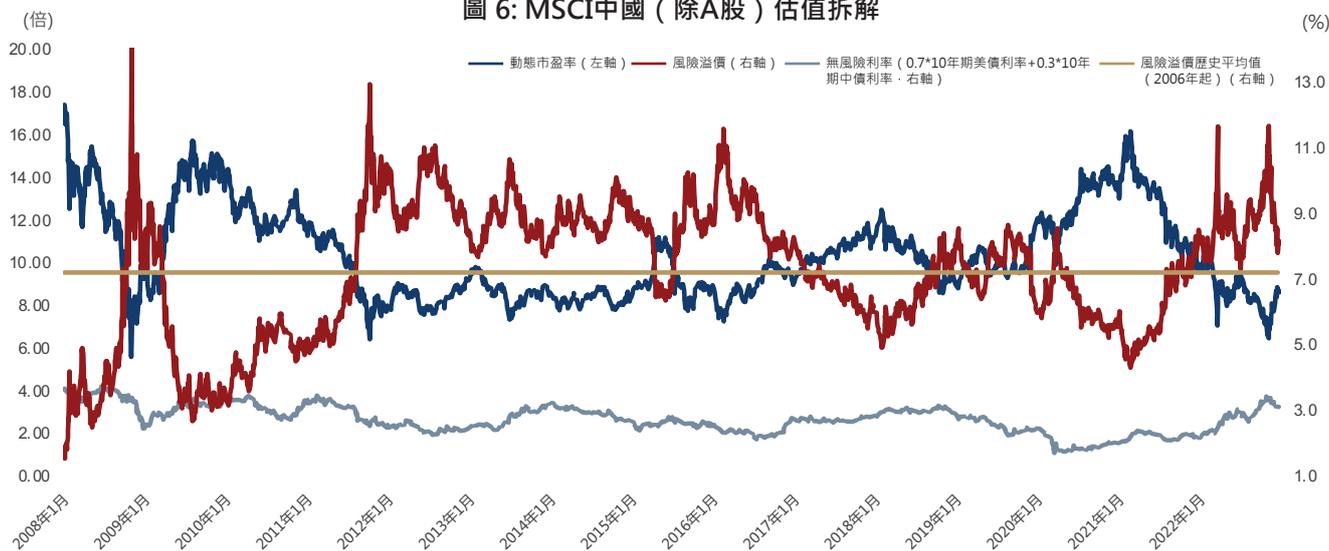
從估值和催化劑的角度：我們認爲2023年海外中資股市場的表現有望好於A股市場。海外中資股市場過去2年受到多重內外部因素的影響，市場估值的調整更加充分，自美元指數回落、中國經濟復蘇、房地產和平臺經濟等行業政策回暖過程中的受益程度更大，後續估值進一步修復的空間也大於A股市場。

資金層面：外資機構在海外中資股市場的持股比例遠高於A股市場，過去一段時間海外投資機構顯著低配中國股票市場，隨著中國經濟增長和外部因素的改善，外資再度流入中國市場，海外中資股市場相較A股更爲受益。港股通南向資金在2022年港股市場寬幅震盪的過程中延續了強勁的流

入趨勢，隨著互聯互通機制持續優化（如港股通標的範圍進一步擴大、港股通南向交易以人民幣計價、增設人民幣股票交易櫃檯等），我們預期南向資金在2023年對海外中資股市場的支撐作用有望進一步增強。同時，港股上市制度的改革有望繼續優化海外中資股市場的行業結構，更多“特專科

技”公司赴港上市將彌補海外中資股市場在新一代信息技術、先進硬件及材料、新能源等前沿硬科技領域投資標的不足的短板，為投資者提供更多的投資選擇，同時吸引更多全球投資者投資於海外中資股市場。

圖 6: MSCI中國（除A股）估值拆解



資料來源：彭博·萬得·FactSet·中金公司，截至2022年12月20日。

投資主題方面：我們在2023年相對看好受益于 1) 中國經濟復蘇、2) 產業升級和國產替代的高景氣科技製造行業、3) “中國特色估值體系” 優質國企的三大投資機會。

1. 中國的經濟復蘇將是2023年最大的宏觀變量，受益經濟復蘇過程的相關行業預計將是2023年最重要的投資主線之一，包括消費、交通運輸、房地產產業鏈、金融、醫療設備和服務等。從11月開始的市場反彈中，上述行業的多數股票已經出現了一定程度的估值修復，疊加管控措施優化後短期疫情衝擊加劇，相關行業的整體估值已經接近相對合理的水平。中國經濟復蘇的斜率在2023年仍將是影響中國股票市場和上述行業表現的重要變量，疫情影響逐步減弱後，居民對收入前景的預期、消費的意願、房地產銷售恢復和房價企穩的節奏以及政府在消費和投資領域是否有更大力度的刺激政策也值得進一步關注。儘管如此，我們仍然認為2023年經濟復蘇的過程中，上述行業將不乏個股層面的投資機會，尤其是在疫情導致的持續數年的行業出清後，優質公司將在行業回暖的過程中實現遠超行業的增長速度，給投資者帶來豐厚的投資收益。

2. 受益于產業升級和國產替代的高景氣科技製造行業仍將是國家政策長期支持的方向，也是中國“高質量發展”的要求。二十大報告中多次提及“安全”和“穩定”，中央經濟工作會議也指出“布局實施一批國家重大科技項目，完善新型舉國體制”，我們期待2023年在先進科技製造領域有更多產業支持政策的推出。更重要的是，近年來大批中國科技

製造行業的公司高速發展，新能源和電動車相關產業領先全球，半導體、軍工、先進儀器和材料等領域也不斷取得突破，在此過程中存在大量的中小市值成長股的投資機會。儘管新能源和電動車行業的增速在2023年將出現放緩，但仍將保持較快的增長，具競爭優勢和受益于新技術變革的公司值得重點關注。半導體行業的投資仍將圍繞國產替代（中長期趨勢）和景氣度（短期趨勢）兩大主線，在短期景氣度的低位布局中“國產替代”長期趨勢明確的品種，等待下一輪景氣度和“國產替代”趨勢的共振。軍工行業成長的確定性仍然較高，但股價易受市場情緒影響導致波動性放大，我們將重點關注業績兌現加速和具備估值安全邊際的個股機會。

3. 優質上市國企有望在“中國特色估值體系”下迎來價值重估。11月21日，證監會主席易會滿指出，“探索建立具有中國特色的估值體系，促進市場資源配置功能更好發揮”。國有上市企業估值普遍偏低的現象在中國股票市場長期存在，金融、能源、電信、基建、交通運輸等行業的大量上市國企的股價低於淨資產，多數國企儘管盈利穩定性較好但股價卻表現低迷。隨著上市國企與資本市場的溝通加強、激勵機制逐步完善、分紅比例不斷提升、外延投資拓展新領域，在2023年宏觀經濟復蘇的背景下，我們預期優質上市國企有望迎來較好的價值重估的機會。從歷史走勢來看，上市國企在市場下行階段的韌性較強，而在市場上行階段的彈性較弱。如果2023年市場階段性出現不確定性增大、波動幅度上升的情況，能夠提供穩定現金流回報、估值水平有提升空間且盈利穩定性較強的上市國企有望迎來較好的投資機遇。

全球債券市場

2022年全球債券市場回顧

回首2022年，伴隨著地緣衝突和全球流動性的緊縮，風險資產遭遇了金融危機後最大的壓力。全年來看，避險資產美元

和大宗商品跑贏金融資產，權益類尤其是新興市場和成長股表現落後，全球固收類資產也錄得20年來最差表現。

圖 7: 大類資產表現

指數	2020年	2021年	2022一季度	2022二季度	2022三季度	2022四季度	2022年
農產品	14.9%	24.7%	22.0%	-8.0%	1.4%	-1.4%	12.1%
美元指數	-6.7%	6.4%	2.8%	6.5%	7.1%	-7.7%	8.2%
WTI 原油	-20.5%	55.0%	33.3%	5.5%	-24.8%	1.0%	6.7%
黃金	25.1%	-3.6%	5.9%	-6.7%	-8.1%	9.8%	-0.3%
日經指數	16.0%	0.5%	0.9%	-5.1%	-1.7%	0.6%	-5.3%
工業金屬	14.8%	29.6%	17.7%	-25.3%	-7.5%	13.6%	-7.6%
歐元區股票指數	-5.1%	21.0%	-9.2%	-11.5%	-4.0%	14.3%	-11.7%
全球高收益債券總回報	7.0%	1.0%	-5.7%	-11.9%	-2.7%	8.0%	-12.7%
全球投資級債券總回報	-3.4%	-14.1%	-6.0%	-0.6%	-21.2%	14.9%	-15.5%
香港恒指	9.2%	-4.7%	-6.2%	-8.3%	-6.9%	4.5%	-16.2%
美國標準普爾股票	18.4%	28.7%	-4.6%	-16.1%	-4.9%	7.6%	-18.1%
羅素指數	18.4%	13.7%	-7.8%	-17.5%	-2.5%	5.8%	-21.6%
滬深300	27.2%	-5.2%	-14.5%	6.2%	-15.2%	1.8%	-21.6%
新興市場股票	15.8%	-4.6%	-7.3%	-12.4%	-12.5%	9.2%	-22.4%
納斯達克	43.6%	21.4%	-9.1%	-22.4%	-4.1%	-1.0%	-33.1%

資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

如果說俄烏衝突是上半年的黑天鵝事件，那持續高企的通脹，尤其是服務業通脹的粘性則是全年籠罩在市場上空、遠超投資者預期的陰霾。失控的通脹形成的主因是疫情前大規模放水和疫情帶來的供給側結構性問題，從而促使美聯儲不得不採取40年來最激進的加息路徑來進行遏制。2022年全年，美聯儲共加息7次，總計加息425bp，遠遠高于2021年底市場預期的75bp。與此同時，歐洲央行、英國央行及

大多數新興市場同樣快速加息，從而抑制了市場整體風險偏好。

不過快速加息可能引發的全球衰退以及加息進程的放緩也逐步被市場定價，繼7月市場出現一波短綫反彈後，美債收益率自11月以來再次回落，帶動風險資產再次走出一波行情。

圖 8: 固收類資產表現

指數	2020年	2021年	2022一季	2022二季	2022三季	2022四季	2022年
美國國債	8.2%	-2.4%	-5.6%	-3.8%	-4.7%	0.7%	-12.9%
發達市場主權債	9.3%	-6.9%	-6.5%	-8.9%	-7.7%	4.3%	-18.0%
美國投資級公司債	9.8%	-1.0%	-7.7%	-6.7%	-5.1%	3.5%	-15.4%
美國高收益債券	6.2%	5.4%	-4.5%	-10.0%	-0.7%	4.0%	-11.2%
歐洲投資級債券	2.8%	-0.8%	-5.9%	-7.5%	-5.0%	1.1%	-16.4%
歐洲高收益債券	9.5%	-1.6%	-9.2%	-14.7%	-5.8%	11.9%	-18.3%
新興市場公司債	7.8%	-1.9%	-9.6%	-6.7%	-3.8%	5.0%	-14.8%
亞洲高收益債券	6.2%	-17.5%	-13.8%	-13.3%	-8.3%	14.1%	-21.8%
亞洲美元債	7.1%	-3.1%	-7.0%	-5.3%	-4.0%	3.4%	-12.6%
新興市場主權債	6.9%	-3.6%	-10.0%	-12.5%	-5.4%	9.0%	-18.8%
中資美元投資級	6.6%	-0.2%	-5.7%	-2.9%	-3.2%	1.8%	-9.9%
中資美元高收益	9.4%	-33.3%	-25.2%	-16.9%	-15.5%	27.1%	-33.3%

資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

毫無疑問，快速緊縮對全球債券市場產生了巨大的衝擊。2022年彭博全球債券指數下跌超過15%，幾乎抹平了過去5年的全部漲幅，其中美債利率上行對“負收益”的貢獻超過了70%。2年期美債利率上行3.5%，10年期美債上行超過2%，美債曲綫倒挂比前幾輪加息周期更早到來，幅度也更深。除中國和日本外，基本所有國家的國債利率均有不同程度的上行。

信用債方面，融資成本的上升令信用債的供給相較2020年和2021年下降超過30%，在需求端，資金也從債券基金顯

著流出。全年信用利差相較于2021年底的較高水平，出現了一定修正，但分階段來看，上半年信用利差整體走寬，下半年信用利差則呈現寬幅波動。

投資級債券方面，中資美元債表現相對獨立，受益于中美利差帶來的技術面支持，較短久期中資美元債跑贏歐美發達市場。

高收益債方面，美國表現依舊領先，中國和歐洲則分別由于地產行業下行和俄烏衝突而表現落後。

圖 9: 中資投資級債券VS美國投資級債券



資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

▶ 美國經濟“溫和著陸”與央行貨幣決策



美國經濟

進入2023年，市場的關注點會逐步由通脹和美聯儲加息轉向美國經濟衰退，基于歷史經驗和本次周期的獨特性，我們傾向于認為在基準情形下，美國經濟會通過“淺衰退”的模式實現相對的“溫和著陸”。

儘管美國GDP在經歷了前兩個季度的負增長後于第三季度

重新轉正，但大多數在過往經濟周期中的先行指標（如PMI和房屋銷售等經濟數據、2-10年期利差等金融數據）均顯示美國在2023年二季度左右有較大概率陷入衰退。回顧美聯儲過去50年間的9次加息，當面對高通脹時幾乎很難避免經濟衰退。

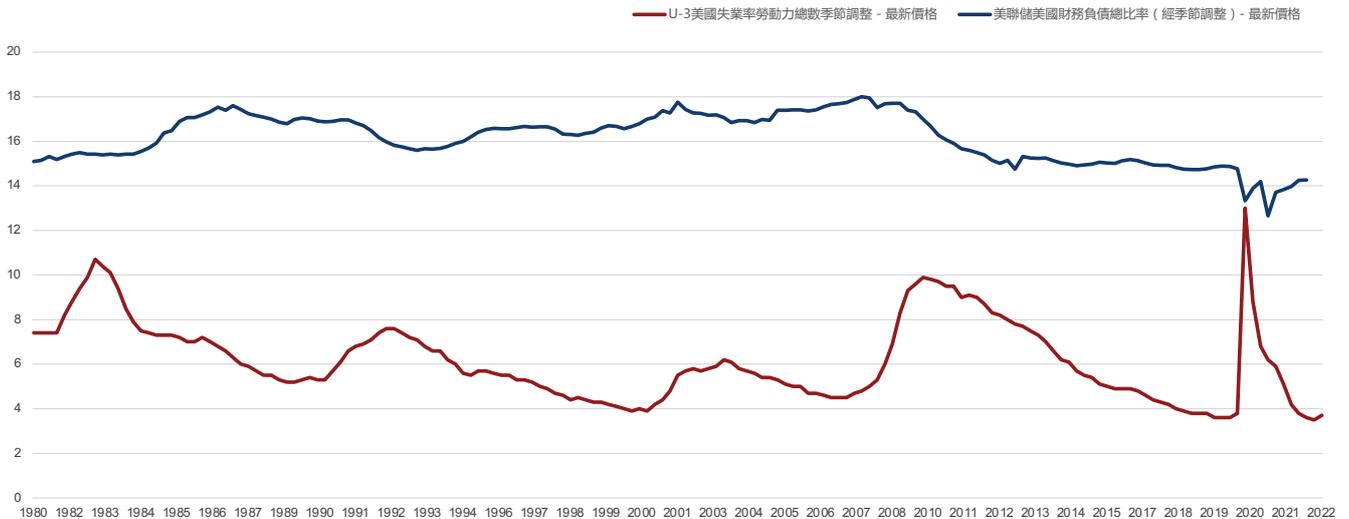
圖 10: 多個領先指標表明衰退壓力較大



但本次又與歷史上的加息周期有較大不同，一方面就業市場的結構性問題依舊沒有解決，失業率維持低位；另一方面儘管房屋銷售和房價有明顯下滑，但居民的資產負債率和定息

按揭占比仍處於健康水平，因此我們認為出現深度衰退或經濟危機的概率較低。

圖 11: 美國就業率和居民金融負債相對健康



資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

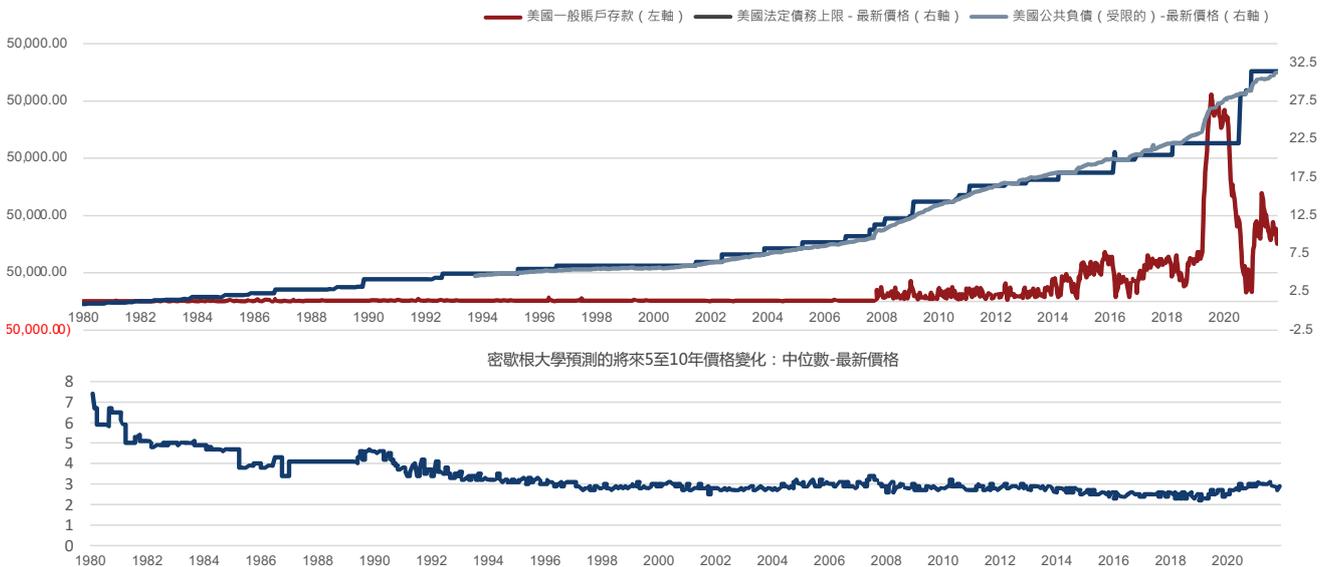
美聯儲的貨幣決策和加息路徑

美聯儲需要在經濟衰退和通脹之間進行平衡以制定下一步的貨幣決策。

通脹方面，美國通脹大概率已經見頂，一方面房租是滯後指標，下降只是時間問題，另一方面供應鏈瓶頸明顯緩解，職

位空缺問題能否緩解和工資增速能否回落則是明年關注的核心。與沃爾克時代不同，如今美聯儲決策時面臨的顧慮更為複雜，金融市場的流動性、穩定性和債務上限問題可能會對未來的加息產生一定掣肘，且當前的長期通脹率尚算健康。

圖 12: 美國債務上限問題仍存但長期通脹預期穩定



資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

我們認為美聯儲于短期內出現態度大逆轉的概率不大，但綜合考量我們認為本輪加息可能尚未足夠充分，明年美聯儲可能會再加息 2-3 次（不超過 75bp 的加息幅度）後結束本輪加息。之後可能在頂點維持相對較短的時間（6 個月左右）後開始緩慢降息。當然也不排除在滯脹壓力下，美聯儲通過調整通脹目標為貨幣政策提供更多空間的可能性。

短期來看，美債收益率在明年第一季度仍有上行動能，兩年期美債收益率有望逼近 4.5%，10 年期美債收益率重新回到 4% 附近。

從中期看，隨著加息見頂，降息預期走高，美債收益率會逐步回落，如果明年底開始降息，預計明年底兩年期美債收益率可能回落至 3.5%-4%，利率曲線逐步恢復陡峭。

對於其他經濟體，中國和多數發達國家2022年經濟增長皆低於年初預期，而多數新興市場國家2022年經濟增速則超預期。進入2023年，根據國際貨幣基金組織（IMF）的最新預測，除中國外的世界主要經濟體受制於流動性收縮、需求減弱和高基數等因素，2023年的經濟增速將進一步放緩，歐元區能源和債務問題、以及日本貨幣政策框架的調整成爲

明年區域經濟是否會陷入衰退的關鍵影響因素。

貨幣政策方面，期貨市場預期顯示大部分經濟體的加息可能在明年第二季度見頂，隨後基準利率將進入高位平臺期或出現回落。而中國和日本則將面臨逆全球周期的緊縮壓力。

圖 13: 主要經濟體GDP增速預期與政策利率預期

	2022年GDP增速預期	2023年GDP增速預期	目前基準利率	六個月隱含利率	一年隱含利率
美國	1.6	1	4.38	4.93	4.5
加拿大	3.3	1.5	4.25	5.17	3.69
歐元區	3.1	0.5	2	3.79	3.82
英國	3.6	0.1	3.5	4.61	4.74
日本	1.7	1.6	-0.1	0.1	0.28
中國	3.2	4.4	2	2.16	2.41
印度	6.8	6.1	6.25	6.35	6.03
巴西	2.8	1	13.75	14.04	13.21
南非	2.1	1.1	7	7.45	7.56

資料來源：彭博，IMF，截至2022年12月22日。



在經歷了2022慘淡的表現之後，全球整體固定收益市場（以彭博全球綜合總回報指數爲例）的收益率已到達過去十年的最高位，從長期維度而言有著具吸引力的相對和絕對配置價值。此外隨著美聯儲加息見頂，優質的長端債券也會出現較好的階段性交易機會，但考慮到當前大部分板塊信用利差估值不算便宜，若經濟出現衰退可能面臨信用利差走寬的風險，因此我們對明年的整體債券市場持審慎樂觀的態度。

從全球各板塊估值來看，大部分板塊的信用利差經過11月以來的反彈後處於50-70分位數（2022年的高點則處於過去五年70-90分位數），而大型銀行信用違約掉期（CDS）的信用利差相較之前金融危機時期（08年金融危機、12年歐債危機和20年流動性危機）的高點仍有距離。儘管我們認爲在2023年發生類似金融或經濟危機的概率極低，但明年信用利差階段性走寬的風險依然值得警惕。

美國投資級信用債

估值方面：縱向來看，美國投資級債券的信用利差處於過去十年的65分位數；橫向而言，美國高收益和新興市場美元債相對於美國投資級債券的利差雖然從歷史低位回升，但長期來看仍處於歷史均值水平，因此有一定吸引力。

01

基本面方面：整體信用情況目前依舊十分健康，儘管明年走弱基本確定，但大部分發行人通過在2020年和2021年低息環境中完成大量長期債務的提前融資從而降低了債務壓力。

02

歷史經濟周期表明，美國投資級債券信用利差在加息見頂後不會出現明顯走寬或收窄，而在第一次降息開啓時才會出現明顯走寬。

03

配置建議

美國投資級債券在加息見頂或經濟衰退程度可控時存在較好的長期配置和階段性交易機會

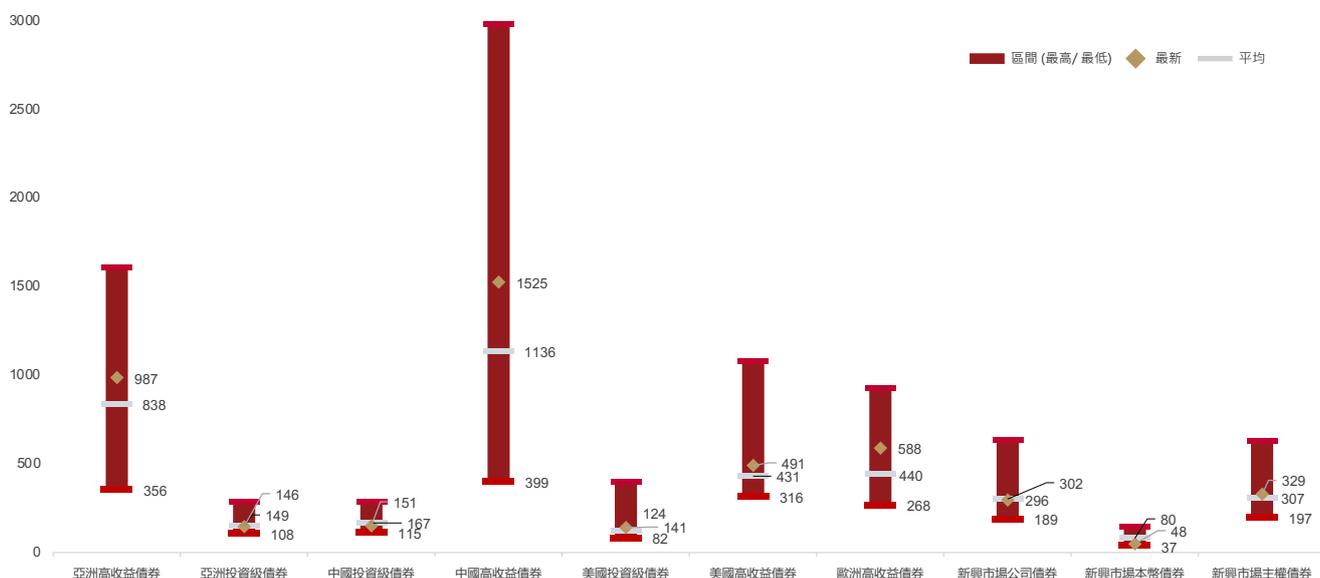
評級	首選長久期A評級以上債券降低信用利差走寬風險
行業	高配盈利穩健和流動性健康的行業，如醫療、通訊、公用事業 相對高配估值有吸引力，供給預期增速放緩的銀行業 相對低配今年表現較好疫情修復和能源行業 低配周期性行業

中資美元債

1在中國疫情防控放鬆後的感染高峰時期度過後，中國經濟形勢有望得到明顯修復，其中的核心關鍵影響因素是消費和地產，財政政策更多依賴央行定向精準投放。值得注意的是中資美元債自11月以來已經大幅反彈，同期因境內理財大

量贖回，境內信用債重新定價，目前中資美元債的溢價相對於境內債已經明顯縮小甚至反轉，部分板塊的技術面支撐降低，同時需要警惕在美國流動性緊縮背景下，杠杆成本上升在市場下跌時的加速器效應。

圖 14: 全球不同板塊過去五年利差估值



資料來源：彭博，截至2022年12月31日。

基準情景下中資美元債配置建議

	中資銀行	中資非銀金融	中資國企	中資城投 (非核心國企)	中資TMT (民營企業)	中資地產
今年表現回顧	表現領先，高等級債券估值位於歷史高位，次級債明顯領先其他區域	AMC受到宏觀影響表現落後，其餘板塊表現相對堅挺。	大部分名字在技術面和基本面支撐下明顯跑贏	發行量較大，SBLC占比提升，前3季度表現堅挺，近期表現分化較大	年內跟隨權益類資產波動較大，近期估值回到相對合理水平	繼續大量房企違約，情緒極差，指數下跌一度超50%，近期反彈
目前估值情況	高	中性 (AMC低)	略高	中性	略低	低
企業基本面展望	受到地產的影響，NPL可能有小幅上升，但整體壞賬和流動性風險可控	經濟基本面復蘇對租賃和券商保險產生相對支撐，AMC虧損預計仍較大	政策支持下預計基本面依舊維持強勁，關注中美關係	地產疲弱和疫情支出對地方財政產生較大壓力	互聯網軟件方面隨著政策利空出盡盈利有望修復，硬件方面全球經濟衰退相對承壓	預計政策會有支持，但長期行業下滑趨勢不改，仍會有房企暴雷
技術面展望	預計TLAC類債券供給較多，但資產慌背景下能被較好消化	供給預計以再融資為主，高BETA預計仍有較大波動，國企信仰背景下可把握機會	預計供給稀缺，板塊淨融資持續為負，境內低息環境下，需求預計仍會較強	供給主要再融資，擔保發行占比或上升，目前BBB相對境內城投利差仍有50bp，但境內估值仍較高	以再融資為主，關注國際投資人是否會重新進場	明年上半年正常融資窗口仍較難打開，市場情緒短期難完全回復，較大波動同時也有博弈機會
配置建議	略低配	擇機	中性	低配	中性	擇機

基準情景下全球不同區域配置建議

	橫向相對估值	風險	反彈順序	短期配置建議	不同市場預期下中長期配置建議		
					悲觀	中性	樂觀
中資	中	中	相對獨立	中性	高配	中性	中性
亞洲非中資	略貴	中	相對中間	中性	中性	高配	高配
美國	中	較小	相對領先	中性	高配	高配	中性
歐洲	略便宜	較大	相對中間	低配	低配	低配	高配
其他新興市場	略貴	較大	相對落後	低配	低配	中性	高配
現金 (貨幣市場工具)	便宜	極小	逆周期	高配	高配	低配	低配

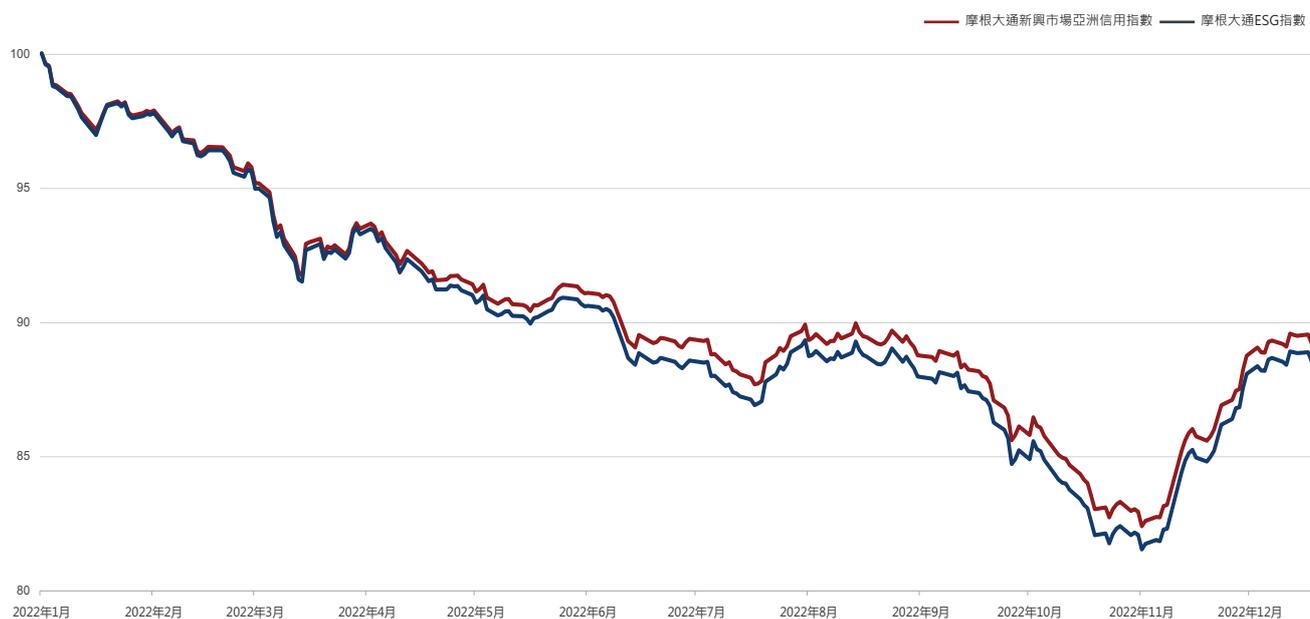
主題投資

固定收益ESG投資有望重振旗鼓，儘管今年ESG概念在能源危機背景下飽受爭議，令亞洲ESG債券指數相對跑輸傳統指數，但全年ESG債券發行量占比繼續上升，ESG基金逆勢持續吸引資金淨流入，我們認為ESG固定收益投資仍具備較好的投資價值。

隨著監管、披露的不斷完善，市場風格的轉向，長期投資趨勢帶來資金的持續流入，ESG債券和ESG評分較高以及ESG評分持續改善的企業發行債券將成為2023年值得關注的投資機會。



圖 15: 亞洲債券ESG指數與傳統指數表現對比



資料來源：摩根大通，截至2022年12月22日。

整體來看，我們認為明年隨著加息見頂，明年全球債券市場在經濟和政策不確定性中蘊育著確定性的機遇。若美國經濟最終實現溫和著陸，市場會明顯企穩，但不具備2020年流動性危機後所有風險資產協同快速強勁V型反彈的條件，預計大概率會慢速波動上漲。

建議投資者需在短期內控制和分散信用和國別風險，並保有較好的流動性以應對潛在危機，為抄底儲備子彈。機會到來時，可首先從投資級別債券入手，包括美國國債、主權債、半主權債、高評級信用債等。

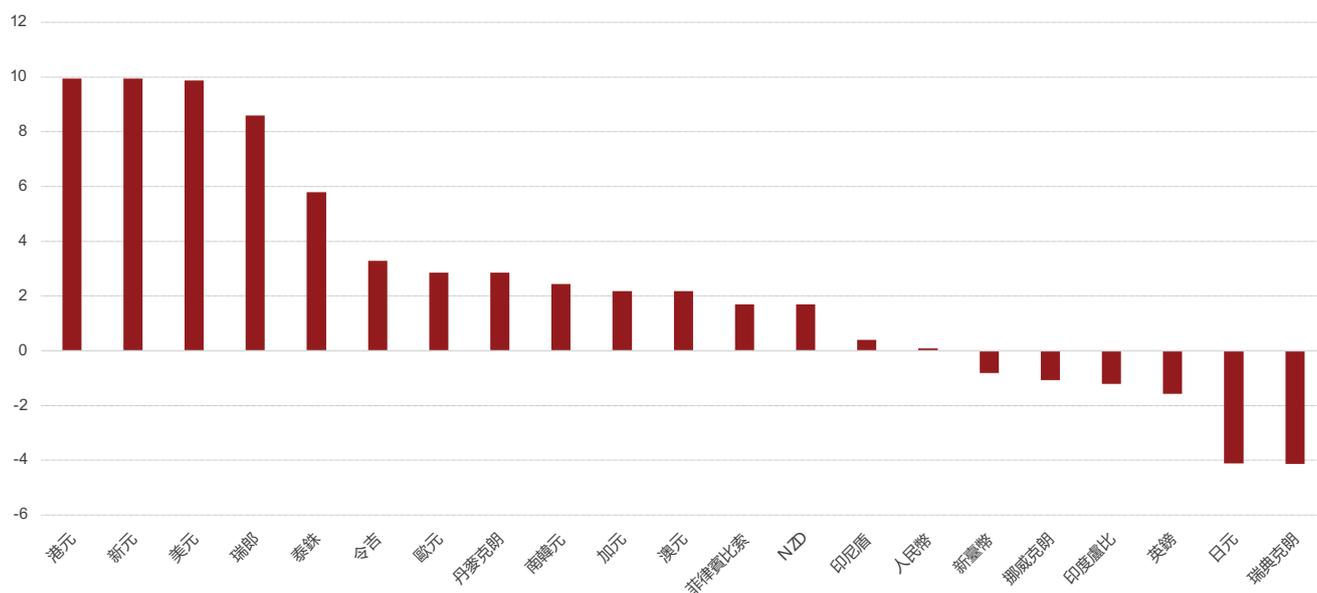
▶ 人民幣資產的 逆勢崛起



回顧2022年，受地緣政治風險頻發、美聯儲超預期加息、疫情擾動、以及中國房地產風險惡化等因素的影響，儘管中國的貿易順差創歷史新高，但人民幣匯率依舊出現一定的下

跌。2022年人民幣較美元貶值約9%，但CFETS一籃子貨幣指數溫和貶值約3.5%，較英鎊、日元等貨幣小幅升值。

圖 16: 2022年主要貨幣相對於人民幣的表現



資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

不過美聯儲加息最激進階段已過，美元指數見頂回落，美元兌人民幣匯率也從2005年匯改以來的最高點回到7.0以下。我們認為即使美聯儲緊縮路徑未來仍存在不確定性，美元指數未必立即趨勢性回落，但2023年美元將整體呈現弱勢狀態。在高利率環境和高基數效應下，美國經濟很難繼續維持強勢狀態，近期美國一系列經濟指標已經開始落入收縮區間。在中期選舉之後，美國兩院將處於分裂狀態，未來兩年重大立法被擱置的概率增加，將導致美國財政政策收縮，從

而對美國經濟造成拖累。在緊縮周期末期，美元指數往往領先美債收益率先一步下行，因此我們預計明年人民幣兌美元匯率將面臨順風環境。

從中國自身來看，自四季度中國對疫情防控政策進行優化、加大房地產紓困力度以及重新將穩增長作為第一要務，拖累經濟增長的主要因素正在消除，預計明年中國經濟將出現明顯回升，進而從基本面支撐人民幣匯率。

雖然在海外需求收縮和高基數效應的影響下，明年中國出口增速大概率回落，貿易順差也將從歷史高點回落。但截止2022年11月，銀行代客結售匯餘額僅相當於貿易順差總量的30%左右，即使剔除貿易順差中以人民幣收付款的份額及通過衍生品（期權、遠期等）對沖的頭寸，中國的出口商仍有大量的美元結餘留存在境外。隨著明年美元指數回落及

中國經濟復蘇，結匯意願也有望在人民幣走強的帶動下回升，一定程度上抵消貿易順差下降帶來的影響，預計明年人民幣匯率中樞將維持在6.6-6.9區間。

如果對中國GDP進行拆解，2022年消費和房地產投資對經濟的拖累尤其嚴重。

圖 17: 中國境內外幣存款規模與貿易順差



資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

	消費	房地產投資
2022年初至今增速	0.1%	-9.8%
過去五年平均增速	7.2%	7.6%
在GDP中的佔比	50%	10%

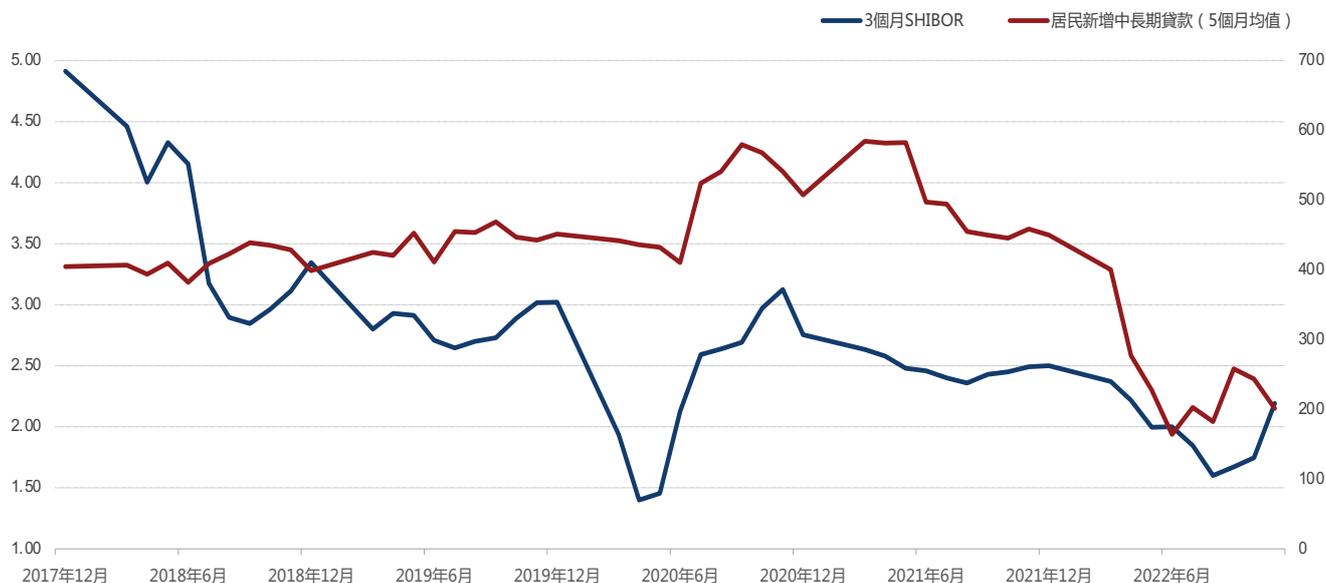
隨著11月的地產政策的“三箭齊發”以及“金融16條”等紓困政策的出臺，房地產企業信用和房地產銷售有望改善，地產銷售在2023年反彈的概率增加，從而帶動地產投資企穩，迎來可觀的信用擴張。

而在高層對防控政策進行調整之後，疫情對經濟活動的擾動也將大幅減輕，尤其是吸納就業最多的服務業將重回正軌，從而帶動收入預期回升。配合一系列消費刺激政策陸續出臺，居民消費在低基數背景下也有望迎來明顯反彈，回歸過往幾年的平均增速。鑒於服務業對新增就業的重要作用以及房地產信用擴張的乘數效應，兩者的復蘇將對中國經濟的基

本面及企業的信用狀況帶來明顯支撐。

歷史上居民中長期貸款需求與人民幣貨幣市場利率保持著強相關性。在房地產銷售大幅下滑的情況下，居民貸款需求大幅收縮，3個月SHIBOR創下僅次于次貸危機和2020年新冠疫情爆發時期的歷史低點。隨著地產銷售及居民信貸觸底回升，明年貨幣市場利率中樞有望抬升。近期理財贖回風波推動無風險利率快速上行及信用利差大幅走闊，高資質短久期的信用債已經具備較好的投資價值。如果將外匯對沖考慮在內，部分人民幣債券的綜合收益率已經超過美元收益率。

圖 18: 中國居民中長期貸款需求與貨幣市場利率



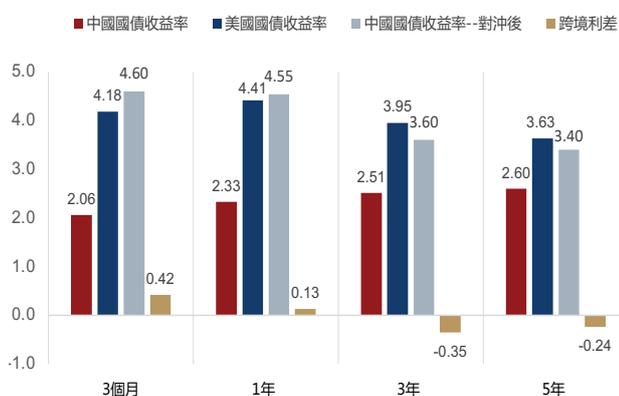
資料來源：彭博，截至2022年12月22日。

圖 19: 信用利差歷史分位

	1年	3年	5年
AAA+	31%	77%	72%
AAA	50%	80%	74%
AA+	55%	78%	68%
AA	60%	73%	50%
AA-	98%	98%	97%

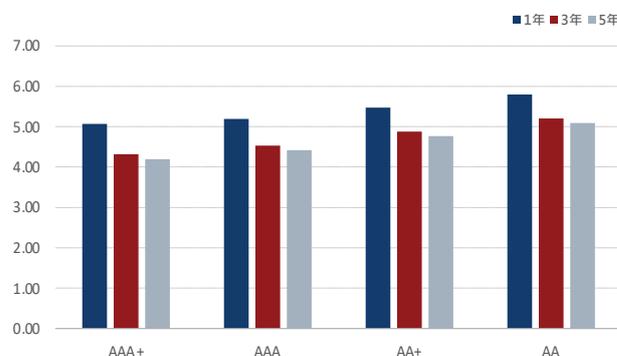
資料來源：ChinaBond，上海清算所，華夏基金(香港)，截至2022年12月22日。

圖 20: 中美跨境利差 (對沖後的國債利差)



資料來源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。

圖 21: 美元人民幣匯率對沖後的信用債收益率

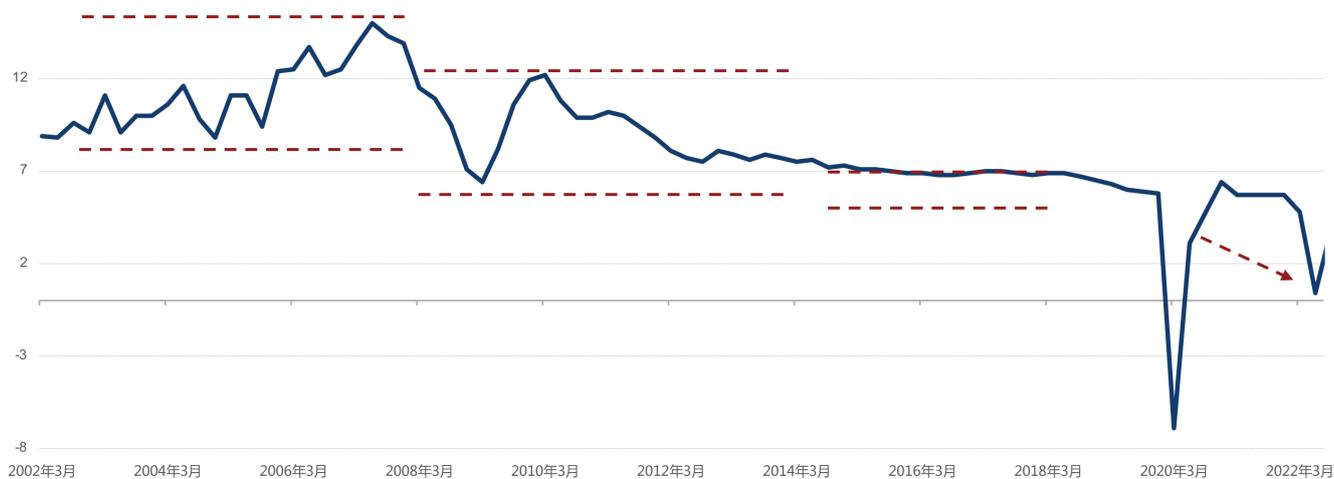


資料來源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。

如果2023年經濟復蘇順利并帶動私人部門融資需求回升，人民幣無風險利率中樞則可能有所抬升。然而，自11月疫情防控措施及房地產政策調整以來，中長端國債收益率的上行已經在一定程度上反映了市場對經濟復蘇前景的預期。從更長期的角度來說，隨著中國經濟潛在增長率的下滑，資本回報率也呈下行趨勢。過去十年的三個利率周期中，每一輪10年期國債收益率的高點都低于上一次，也反映了這個趨勢。

考慮到房地產銷售在2021年達到歷史高峰，未來每年都會有大量的居民按揭貸款還本需求。在2023年房地產銷售企穩或溫和回升的假設下，居民中長期貸款很難出現大幅增長，信貸需求的回升大概率是比較溫和的，因此我們預期2023年中長端國債收益率并不會較當前水平出現大幅反彈，預計10年期中國國債利率整體維持在2.8%-3.1%區間。相反，若出現任何收益率的過度上行，都將帶來較好的配置及交易機會。

圖 22: 中國實際GDP季度年化增長率



資料來源：彭博，國家統計局，截至2022年12月22日。

圖 23: 中國境內利率走勢



資料來源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。



風險提示

- 流動性超預期緊縮
- 通脹粘性超預期
- 地緣衝突與疫情出現再度惡化

關於華夏基金（香港）

華夏基金（香港）為華夏基金管理有限公司的全資子公司，於2008年9月在香港註冊成立，是首批獲准在港展開資管業務的中資基金公司。

隨著內地資本市場逐漸開放，中國資本流動的雙向開放，全球市場與中國內地市場及投資者之間的關係日漸深化。華夏基金（香港）作為香港頂尖的中資基金公司，憑藉多年來的投資經驗及投研團隊的穩定實力，匯聚股東公司在中國內地的優勢、服務與脈絡關係，致力在港發展離岸及跨境資產管理業務，成為中國與世界接軌的金融橋樑的中流砥柱之一，促進全球金融市場一體化。華夏香港致力於成為多元化、全球化的綜合資產管理公司。

自成立至今，公司實現了全面的國際化業務佈局，建立了涵蓋股票與債券基金、交易所買賣基金(ETF)、對沖基金、槓桿/反向產品、私募股權及專戶的多元化產品線，併全力發展投資顧問服務，務求提供多類型產品或服務選擇予大中華區、以至歐洲、美國等地的個人及機構投資者。

華夏基金（香港）深信以客戶為上的服務理念，不論面對個人投資者或機構投資者，永遠以瞭解客戶的需要作為提供優質服務的第一步及最重要的一步，量身裁衣，選擇適合的投資策略為客戶管理財富。華夏基金（香港）一直遵循嚴謹的投資流程，為投資者謀求長期穩定優異的收益，多年來屢獲業界殊榮，引證團隊在業內的領導地位，為境外市場具有影響力的中資基金管理公司。

《中國證券報》中國海外基金金牛獎2022

一年期金牛海外中國股票基金
- 中國A股基金

《Benchmark》年度基金大獎2020

中國股票 - 傑出表現獎
- 中國A股基金

Insights & Mandate 2022年專業投資大獎

投資表現獎

- 中國A股基金 (3年): 中國A股基金
- 亞洲債券基金 (3年): 亞洲債券基金

市場表現獎

年度最佳基金 (ETF) 發行 - 香港地區
- 恒生香港生物科技指數ETF

《Insights&Mandate》專業投資大獎2020

傑出業績表現大獎
- 中國對沖基金 (5年)

《Insights&Mandate》專業投資大獎2020

傑出業績表現大獎
- 中國對沖基金 (5年)

Fund Selector Asia 2022香港基金大獎

白金獎 - 區域債券
- 亞洲債券基金

《Asia Asset Management》Best of the Best Awards 2020

最佳新ETF
- 納斯達克100指數每日反向 (-2x) 產品

香港中資基金業協會&彭博 2021年離岸中資基金大獎

亞軍: 最佳總回報 - 大中華股票 (1年期)
- 中國聚焦基金

《財資》Triple A Sustainable Investing Awards 2020

最佳ETF供應商

《Benchmark》年度基金大獎2021

傑出基金經理 - 亞洲債券
- 蔡靖

實物ETF - 同類最佳獎

- 滬深300指數ETF



免責聲明：

本數據僅供指定收件人之信息及參考之用，并不構成投資于任何證券的邀約。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發布的區域居住之人士。任何人士均不得視本資料為構成購買或認購參與基金股份的要約或邀請，也不得在任何情況下使用基金認購協議，除非在相關司法管轄區內該邀約和分發是合法的。非香港投資者有責任遵守其相關司法管轄區的所有適用法律法規，然後繼續閱讀本數據所包含的信息。

本數據所載之信息僅反映現時市場狀況及華夏基金(香港)有限公司(「本公司」)于編制資料當日的判斷，并不代表對個券或市場走勢的準確預測，而判斷亦可隨時因應個券或市場情況變化而更改，恕不另行通知。于製作本數據時，本公司依賴及假設公共媒介提供的數據的正確性及完整性。本公司認為本文件所載資料為可靠的；然而，本公司并不保證該數據的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本數據內所提供之信息的任何錯誤或遺漏負上任何責任，且本公司不應就任何人士因依賴或使用該等數據而招致的任何損失負責。

投資涉及風險。過往業績不代表將來表現。基金價格及其收益可升可跌，概不能保證。投資價值亦可能受到匯率影響。投資者可能無法取回原本的投資金額。本資料并未經香港證監會審閱。

發布人：華夏基金(香港)有限公司。在未經華夏基金(香港)有限公司同意前，不得複印，分發或複製本數據或本數據內任何部份內容給予預定收件人以外的任何人士。

香港花園道1號中銀大廈37樓

www.chinaamc.com.hk

華夏基金(香港)有限公司

電話: (852) 3406 8688

產品查詢及客戶服務

電話: (852) 3406 8686

電郵: hkservice@chinaamc.com

關注我們：華夏基金香港



微信



LinkedIn



Facebook



富途

邁向15年

